



**LA VERDAD DE LOS TARIFAZOS**  
**Las “Aranguren-Firmas-Boys”**  
**dominan la dinámica empresarial**

**Análisis de los balances de las empresas que cotizan en la bolsa  
de Buenos Aires. Información al tercer trimestre de 2017**

**BASE ESTADÍSTICA**

**SAMANTHA HORWITZ -JAVIER RAMERI - IGNACIO LOPEZ MIERES**

**INVESTIGADORES**

**GUSTAVO LAHOUD-ALEJANDRO LÓPEZ MIERES - HORACIO FERNÁNDEZ**

**ANA RAMERI - MARIANA RIVOLTA**

**COORDINACIÓN**

**TOMAS RAFFO-CLAUDIO LOZANO**

## A modo de síntesis

En el presente material, la información analizada de las 53 empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Buenos Aires, al 3er trimestre de 2017 permite afirmar que:

- El año 2017 fue un año de *pleno éxito* económico para las principales firmas que operan en el país.
- Mientras el conjunto de la economía tuvo un crecimiento nominal del 23,5%, la facturación de este conjunto de firmas se expandió un 26,4%, su resultado bruto un 35,4% y el resultado neto final, que apropian estos actores, se amplió un 100%.
- Dentro de este acotado número de empresas, sobresalen 8 firmas que tienen relación directa con la política de los *tarifazos* del gobierno nacional. Las denominaremos las *Aranguren-firmas-boys* o si se prefiere los *beneficiarios de los tarifazos*. Las ventas de este conjunto acotado de firmas (Edesur, Edenor, Metrogas, Camuzzi Gas Pampeana, TGS, Pampa Energía, Endesa Costanera y Central Puerto) crecieron un 99%. Su resultado bruto fue del 209% y la evolución del resultado neto final fue, nada menos que, un 772%.
- Se demuestra que los tarifazos no solo fueron para sustituir subsidios del Presupuesto Nacional sino para abultar las ganancias de estas firmas.
- El crecimiento notable del resultado neto del conjunto de las empresas (100%) es exponencialmente mayor si se descuenta el impacto de las operaciones discontinuas. Sin considerar estas operaciones, el resultado final se expande a un 1077%.
- Las operaciones discontinuas, que son el reflejo fundamentalmente del impacto de la devaluación en el balance de las empresas, representan el 90% del resultado neto en el 2016 y el 38% en 2017.
- A pesar del crecimiento notable de los beneficios empresarios, las empresas pagan menos impuesto a las ganancias. En el 2016, el monto que pagaron por

dicho impuesto representó el 27,8% (por debajo del 35% que fija la ley) y para el 2017 el porcentaje disminuye al 23,7%.

- Debido al particular modo en que está diseñado el impuesto a las ganancias, durante el 2017, se detectaron 13 firmas que en lugar de pagar por el impuesto, recibieron compensaciones fiscales por parte del Estado. Para decirlo en términos sencillos, sus resultados netos se expanden en lugar de contraerse, al incorporar el pago del impuesto a las ganancias.
- Para el conjunto de estas 13 empresas el **Estado le aportó uno de cada dos pesos** que embolsaron de ganancias netas, en 2017.
- De estas 13 empresas, 5 reciben compensaciones a pesar de tener un resultado neto positivo. Es el caso de Tenaris, Pescarmona, Cresud, Mastellone y Molinos Río de la Plata.
- Para el año 2016, son 15 las empresas que recibieron compensaciones, 5 de las cuales presentan resultados positivos (Tenaris, Benito Roggio, Mastellone, Cresud, Celulosa).
- Considerando los 2 años de gestión de Cambiemos se detectaron 9 firmas, que no pagaron un peso de impuesto a las ganancias. Algunas de ellas son parte de la élite más ilustre de la cúpula económica local. Es el caso de Tenaris (del grupo Techint), Ledesma, Celulosa, Mastellone, Los Grobo, Edesur, Cresud, Endesa Costanera y Quickfood.
- Si excluimos del análisis a las empresas “beneficiadas por los tarifazos” (las *Aranguren-firmas-boy*) y consideramos el tipo de sector de actividad, se observa una similar evolución de la facturación de las empresas “financieras” y de las “productivas”, en torno al 20% anual.
- Sin embargo las empresas del sector financiero logran ajustar la estructura de sus costos de explotación, lo que permite obtener un resultado bruto del 31,5% versus el 20,8% de las productivas. En “el “mercado” son más eficaces las financieras que las productivas.
- No obstante las empresas productivas llevan adelante una estrategia de maximización de beneficios “más allá de su mercado”, vía la racionalización

de su estructura de comercialización, administración y fundamentalmente el resultado de sus operaciones financieras, de modo tal que el resultado neto final que se apropian se expande al 90% versus el 16,1% de las financieras.

- Al interior del sector productivo sobresale la expansión de la facturación de las empresas del sector de la Construcción (40%), Automotriz (37%), Transporte (35%), Siderurgia (31%), Telecomunicaciones (31%) y Química (30%).
- Considerando el resultado neto final se observa la importancia de Química (242%), Petróleo y derivado (165%), Siderurgia (127%), Inmobiliaria (103%), Automotriz (81%), Construcción (74%), Agropecuario (60%) y Telecomunicaciones (44%).
- En síntesis, un 2017 de *pleno éxito económico*, donde a la dinámica tradicional que asocia la concentración económica al poder oligopólico de las principales empresas, se le agregan los efectos de la política de tarifazos a un conjunto selecto de empresas que bautizamos como los *Aranguren-firmas-boys*.

## Introducción

A dos años de la gestión de Cambiemos al frente del Poder Ejecutivo Nacional, el análisis que resulta del relevamiento realizado en base a la información de los balances de las 53 empresas que cotizan en la Bolsa de Buenos Aires es un buen indicador para medir uno de los “termómetros” claves de la economía, a saber: El *vínculo* entre la política económica y los exponentes del capital concentrado que opera en nuestro país. En este marco, uno de los aspectos más importantes de los contenidos de la política económica del gobierno -con un impacto directo en el balance de algunas pocas firmas del universo relevado- lo constituyen los *tarifazos* en los servicios públicos que el gobierno ha autorizado en los tres años que lleva de gestión.

Sin pretender realizar un informe exhaustivo sobre el tema (al lector interesado remitimos otro material del Instituto<sup>1</sup>), es conveniente tener presente que al momento en que se estudian los balances de las empresas de servicios públicos, el gobierno nacional autorizó aumentos promedio a la luz y el gas del orden del 450% y 500% respectivamente (con una gran dispersión, donde según los consumos y usuarios muchos han afrontado tarifas con incrementos que duplican los valores promedio), al tiempo que los precios unitarios de los kilowatts de energía subieron entre 500% y 1000% y el metro cúbico de gas entre 700% y 1000% (según consumo y tipo de usuarios), lo que configura un cuadro tarifario al que la categoría de “*tarifazos*” le calza como anillo al dedo. Estos y otros aspectos son los que se iluminarán a partir del análisis que aquí presentamos.

Los datos corresponden al tercer trimestre de 2017, que se comparan con el mismo período del año anterior.

---

<sup>1</sup> Ver Lozano y Lahoud: “¡Aranguren ya basta! <https://ipypp.org.ar/descargas/2018/Aranguren.%20Ya%20basta.pdf>

## 1. Análisis global de un año de “pleno éxito económico”

El primer indicador es el volumen y la evolución de la facturación de estas firmas en comparación con el PBI (que refleja la situación promedio del conjunto de la economía). Como se muestra en el Cuadro N°1, las 53 firmas que cotizan en la Bolsa tuvieron una dinámica *superior* a la del resto de la economía. En efecto, mientras el PBI tuvo una evolución interanual del 23,5%, la facturación de las firmas se expandió un 26,4%. Este crecimiento tiene, como obvio efecto, un aumento en la *incidencia* de estas firmas al interior del entramado económico, lo que se expresa en un incremento de la participación de las ventas sobre el PBI, de un 8,3% a un 8,5%. Esta evolución permite inferir una primera conclusión: el incremento del peso/e importancia de las principales empresas de la economía, que no es otra cosa sino un *aumento de la concentración económica*.

**Cuadro N°1: Ventas la cúpula empresarial argentina y Producto Bruto Interno. Datos absolutos de 2016, 2017 y variación interanual**

| Total Cúpula 53                 | Nueve meses 2016     | Nueve meses 2017     | Var. a/a |
|---------------------------------|----------------------|----------------------|----------|
| Ventas                          | \$ 666.489.663.385   | \$ 842.774.462.383   | 26,4%    |
| PBI a precios corrientes        | \$ 8.050.245.413.261 | \$ 9.940.327.230.037 | 23,5%    |
| Ventas/PBI a precios corrientes | 8,3%                 | 8,5%                 |          |

Fuente: Elaboración propia en base a los balances contables de las empresas seleccionadas. Período de nueve meses entre septiembre de 2016 y septiembre de 2017.

La riqueza del material que se desprende de la Bolsa lejos está de restringirse exclusivamente a la variable de la facturación. Desagregando los principales ítems que componen los balances de las firmas, y como se desprende del Cuadro N°2, puede afirmarse que:

- Los costos asociados a las ventas se expanden en un 22,3%. Se trata de una evolución por debajo del 26,5% en que se expande la facturación. Este *diferencial* de crecimiento de los costos puede entenderse como el efecto de una política de *ajuste/contención y/o reducción* por parte de las firmas, en lo que constituye la puesta en acto de la lógica empresarial de maximización de la rentabilidad.
- De lo expuesto en el punto anterior, se explica el crecimiento significativo del resultado bruto de estas firmas, que *se expandió un 35,4%*. Es decir que, fruto de la estrategia de ajuste de costos, el resultado bruto crece a un ritmo casi 10 puntos porcentuales por encima de la facturación (35,4% vs 26,4%), lo que no es sino el efecto de la reducción

del peso de los costos sobre la estructura de facturación (que representaban el 68% en el 2016 y pasaron a representar el 66% en el 2017).

- Las firmas, para concretar el volumen de facturación, deben agregar al costo de producción, otra serie de erogaciones que en términos contables se asocian a los gastos de administración y de comercialización. A estos gastos se le agregan el resultado financiero (entre ingresos y egresos) que las firmas obtienen con independencia de lo que producen y venden. La suma de estos gastos (administración, comercialización y resultado financiero) es lo que se detrae del resultado bruto, y da como saldo el resultado antes del impuesto a las ganancias, que ***presenta una evolución sorprendente del 90,3%***. Es decir ***casi triplican*** en porcentaje, la evolución que realiza del desenvolvimiento propio de su actividad (90,3% vs 35,4%).
- El incremento del 90,3% que construyen estas firmas, se explica por la combinación de la estrategia de ***racionalización/ajuste/reducción de los costos*** administrativos y comerciales, ***conjuntamente con la performance financiera*** en que estas firmas operan, en el marco de una gestión de liquidez, que en un contexto de elevada variabilidad del precio de los activos (tasa de interés, bonos, acciones, etc.) es un nicho más para que estas firmas expandan su rentabilidad.
- El pago del impuesto a las ganancias de estas empresas disminuyó su incidencia, pasando de representar el 27,8% en el 2016 al 23,7% en 2017. Como corolario y en términos agregados puede afirmarse que las empresas analizadas pagaron un porcentaje menor que en 2016 y ***por debajo del 35% que fija la ley*** para el pago del impuesto a las ganancias.
- Por último, el resultado neto (es decir, luego del impuesto a las ganancias), o lo que es lo mismo, la ganancia neta líquida del período, tuvo un incremento significativo del ***100%***, 10 puntos porcentuales por encima de la situación antes del pago del impuesto a las ganancias explicado por la ***menor incidencia*** del mismo dentro del estado de resultados de las firmas.

**Cuadro N°2: Principales resultados de la cúpula empresarial argentina. Datos abs. y var. a/a, 2016-2017**

| Total Cúpula 53                              | Nueve meses 2016   | Nueve meses 2017   | Var. a/a |
|--|--------------------|--------------------|----------|
| Ventas                                       | \$ 666.489.663.385 | \$ 842.774.462.383 | 26,4%    |
| Costos                                       | \$ 453.483.291.851 | \$ 554.664.572.166 | 22,3%    |
| Resultado Bruto                              | \$ 212.946.371.534 | \$ 288.236.890.218 | 35,4%    |
| Resultado antes del impuesto a las ganancias | \$ 68.783.327.813  | \$ 130.880.887.368 | 90,3%    |
| Impuesto a las ganancias                     | \$ -19.091.126.100 | \$ -31.078.443.773 | 62,8%    |
| Resultado Neto                               | \$ 49.692.201.713  | \$ 99.810.621.593  | 100,9%   |
| Tasa efectiva del impuesto a las ganancias   | 27,8%              | 23,7%              |          |

Fuente: Elaboración propia en base a los balances contables de las empresas seleccionadas. Período de nueve meses entre septiembre de 2016 y septiembre de 2017.

En síntesis, el 2017 es un año que puede caracterizarse como de *pleno éxito* para las empresas que componen el panel de la Bolsa. Pleno éxito que es el resultado del efecto que produce la concentración económica sobre la construcción de indicadores de rentabilidad que se realizan en el “mercado” y “más allá” de él. *En el mercado* porque por efecto de la concentración económica, las empresas venden por encima del producto (26,5% vs 23,5%), y ajustan costos operativos por debajo de la evolución de su facturación, lo que les permite construir un resultado bruto del 35%. Y *más allá del mercado* porque fuera de su ámbito específico de actividad, las firmas llevan adelante un ajuste interno en su estructura (gastos de comercialización y administración conjuntamente con su inserción en las actividades financiero-especulativas y su particular vinculación con el Estado -pago del impuesto a las ganancias) y logran apropiarse de una expansión de ganancia neta del 100%.

Un caso particular y que define una clave del devenir económico de estas empresas, lo constituye la política de tarifazos del Gobierno Nacional. Como se ve, es una variable política con **impacto económico** en las empresas, lo que supone que, por esencia, es un factor “más allá del mercado” con importancia decisiva para la acumulación de riquezas de estas firmas. A ellas nos abocamos en el punto siguiente.

## 2. La política de tarifazos y las “Aranguren-firmas-boys”

Al interior de las 53 empresas que cotizan en la Bolsa, hay 8 firmas (Edesur, Edenor, Metrogas, Camuzzi Gas Pampeana, TGS, Pampa Energía, Endesa Costanera y Central Puerto) que tienen impacto directo en el incremento de los tarifazos dispuestos por el Gobierno Nacional. Son para nosotros las *Aranguren-firmas-boys* dado el impacto directo de las decisiones del Ministro de Energía en las principales variables que definen el comportamiento económico de dichas empresas.

El carácter privilegiado de estas firmas se observa al analizar los datos del Cuadro N°3 donde queda expuesto que mientras el resto de las empresas expande su facturación un 20%, ellas lo hacen un 99%.

Por otro lado, mientras el resultado bruto del resto de las empresas crece un 26,2%, el bruto de las *Aranguren-firmas-boys* lo hace un 209%. En último lugar el resultado neto final que crece al 55,8% para el resto de las empresas, para estas 8 selectas firmas la expansión de su resultado neto es del 772,9%.

**Cuadro N°3. Principales resultados de la cúpula empresarial argentina. Sector financiero, sector productivo y sub-sector energético. Datos abs. y var. a/a., 2016-2017**

| Cúpula 53 empresas     | Sectores           | Nueve meses 2016   | Nueve meses 2017   | Var. a/a.     |
|------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|---------------|
| <b>Ventas</b>          | S. Energético      | \$ 53.988.054.228  | \$ 107.414.586.794 | <b>99,0%</b>  |
|                        | Resto de la cúpula | \$ 612.501.609.157 | \$ 735.359.875.589 | 20,1%         |
|                        | Total cúpula       | \$ 666.489.663.385 | \$ 842.774.462.383 | 26,4%         |
| <b>Resultado Bruto</b> | S. Energético      | \$ 10.592.616.118  | \$ 32.814.973.816  | <b>209,8%</b> |
|                        | Resto de la cúpula | \$ 202.353.755.416 | \$ 255.421.916.402 | 26,2%         |
|                        | Total cúpula       | \$ 212.946.371.534 | \$ 288.236.890.218 | 35,4%         |
| <b>Resultado Neto</b>  | S. Energético      | \$ -2.700.412.722  | \$ 18.171.049.395  | <b>772,9%</b> |
|                        | Resto de la cúpula | \$ 52.392.614.435  | \$ 81.639.572.198  | 55,8%         |
|                        | Total cúpula       | \$ 49.692.201.713  | \$ 99.810.621.593  | 100,9%        |

Fuente: Elaboración propia en base a los balances contables de las empresas seleccionadas. Período de nueve meses entre septiembre de 2016 y septiembre de 2017.

Adicionalmente surge un dato central, oculto en el debate actual sobre las tarifas. El gobierno las justifica como parte de su estrategia de reducir subsidios del Presupuesto Nacional, dado el cuadro de déficit fiscal en el que está inmerso. Desde este punto de vista, los tarifazos no son sino la consecuencia de sustituir subsidios del Presupuesto para ser pagados por los usuarios. De ser esto cierto, el impacto global sobre este sector de empresas

sería nulo, puesto que lo que reciben por los tarifazos es lo que dejan de percibir por los subsidios. Sin embargo los balances de las *Aranguren-firmas-boys* **desmienten esta presentación**. Las empresas lejos de mantener inalterada su ecuación financiera, mejoran exponencialmente la misma. Así, pasan de tener una pérdida acumulada de \$2.700 millones de pesos en el 2016 a una ganancia neta de nada menos que \$18.171 millones de pesos en 2017. Por ende, los tarifazos no fueron para sustituir subsidios del Presupuesto Nacional, sino principalmente para abultar *exponencialmente las ganancias netas que apropiaron estos Aranguren-firmas-boys*.

A continuación detallamos para algunas variables la performance de las *Aranguren-firmas-boys*.

En términos de facturación (Cuadro N°4) sobresale la evolución de Pampa Energía (163,4%) y Camuzzi Gas Pampeana (153,5%). Crecen por encima del promedio de estas firmas (99%). En un segundo pelotón se destaca la evolución de Edesur (92,8%), Metrogas (82,3%) y TGS (66,5%). Por último el caso de Edesur (33%) y Endesa Costanera (23,1%) lucen con una performance más acorde al resto de las empresas de la Bolsa.

**Cuadro N°4. Ventas de las ocho empresas beneficiadas directamente por los tarifazos en Energía y Gas (las Aranguren-firmas-boys). Datos abs. y var. a/a, 2016-2017**

| Ventas               | Nueve meses 2016         | Nueve meses 2017          | Var. a/a     |
|----------------------|--------------------------|---------------------------|--------------|
| Pampa Energía        | \$ 18.280.000.000        | \$ 48.158.000.000         | 163,4%       |
| Camuzzi Gas Pampeana | \$ 2.007.073.708         | \$ 5.087.203.251          | 153,5%       |
| Edenor               | \$ 9.117.348.000         | \$ 17.576.384.000         | 92,8%        |
| MetroGas             | \$ 3.722.758.000         | \$ 6.787.505.000          | 82,3%        |
| Transp. Gas del Sur  | \$ 4.837.160.000         | \$ 8.054.972.000          | 66,5%        |
| Central Puerto       | \$ 3.904.533.000         | \$ 5.718.278.000          | 46,5%        |
| Edesur               | \$ 10.698.590.000        | \$ 14.282.951.000         | 33,5%        |
| Endesa Costanera     | \$ 1.420.591.520         | \$ 1.749.293.543          | 23,1%        |
| <b>Total</b>         | <b>\$ 53.988.054.228</b> | <b>\$ 107.414.586.794</b> | <b>99,0%</b> |

Fuente: Elaboración propia en base a los balances contables de las empresas seleccionadas. Período de nueve meses entre septiembre de 2016 y septiembre de 2017.

Para el caso del resultado bruto (Cuadro N°5), 4 de las 8 *Aranguren-firmas-boys* superan el alto umbral promedio del 209%. Es el caso de Edenor con un crecimiento exponencial del 2273%, Camuzzi Gas Pampeana (666%), Pampa Energía (409%) y Metrogas (215%).

**Cuadro N°5. Resultado bruto de las ocho empresas beneficiadas directamente por los tarifazos en Energía y Gas (las Aranguren-firmas-boys). Datos abs. y var. a/a., 2016-2017**

| Resultado Bruto      | Nueve meses 2016         | Nueve meses 2017         | Var. a/a       |
|----------------------|--------------------------|--------------------------|----------------|
| Edenor               | \$ -223.870.000          | \$ 4.865.374.000         | 2273,3%        |
| Camuzzi Gas Pampeana | \$ 192.286.885           | \$ 1.474.307.205         | 666,7%         |
| Pampa Energía        | \$ 2.790.000.000         | \$ 14.204.000.000        | 409,1%         |
| MetroGas             | \$ 776.085.000           | \$ 2.445.484.000         | 215,1%         |
| Transp. Gas del Sur  | \$ 1.854.765.000         | \$ 3.800.264.000         | 104,9%         |
| Central Puerto       | \$ 1.617.164.000         | \$ 2.735.123.000         | 69,1%          |
| Endesa Costanera     | \$ 472.303.233           | \$ 487.929.611           | 3,3%           |
| Edesur               | \$ 3.113.882.000         | \$ 2.802.492.000         | -10,0%         |
| <b>Total</b>         | <b>\$ 10.592.616.118</b> | <b>\$ 32.814.973.816</b> | <b>209,80%</b> |

Fuente: Elaboración propia en base a los balances contables de las empresas seleccionadas. Período de nueve meses entre septiembre de 2016 y septiembre de 2017.

Por último, en lo que respecta al resultado neto final (Cuadro N°6), se destaca con notoriedad el caso de Metrogas, el cual apropió nada menos que \$9.244 millones de pesos, lo que representa el 51% del conjunto de la ganancia neta de estas empresas, y que se expandió, interanualmente, un 1148%. Se ve claramente que los tarifazos le permitieron pasar de una situación de pérdida en el 2016 a una ganancia sideral en el 2017<sup>2</sup>. También destacan el caso de Camuzzi Gas Pampeana (572%), Pampa Energía (393%) y TGS (288%).

**Cuadro N°6. Resultado Neto de las ocho empresas beneficiadas directamente por los tarifazos en Energía y Gas (las Aranguren-firmas-boys). Datos abs. y var. a/a., 2016-2017**

| Resultado Neto       | Nueve meses 2016         | Nueve meses 2017         | Var. a/a      |
|----------------------|--------------------------|--------------------------|---------------|
| MetroGas             | \$ -881.958.000          | \$ 9.244.677.000         | 1148,2%       |
| Camuzzi Gas Pampeana | \$ -191.148.984          | \$ 902.526.344           | 572,2%        |
| Pampa Energía        | \$ -1.487.000.000        | \$ 4.367.000.000         | 393,7%        |
| Transp. Gas del Sur  | \$ 468.668.000           | \$ 1.818.555.000         | 288,0%        |
| Edenor               | \$ -1.842.232.000        | \$ 659.950.000           | 135,8%        |
| Central Puerto       | \$ 1.403.212.000         | \$ 2.085.652.000         | 48,6%         |
| Edesur               | \$ -165.688.000          | \$ -882.651.000          | -432,7%       |
| Endesa Costanera     | \$ -4.265.738            | \$ -24.659.949           | -478,1%       |
| <b>Total</b>         | <b>\$ -2.700.412.722</b> | <b>\$ 18.171.049.395</b> | <b>772,9%</b> |

Fuente: Elaboración propia en base a los balances contables de las empresas seleccionadas. Período de nueve meses entre septiembre de 2016 y septiembre de 2017.

<sup>2</sup> Este resultado se matizará en el punto siguiente, dado que Metrogas presenta un resultado por “operaciones discontinuas” de \$12.636 millones, que al descontarse ubica al resultado neto con una expansión también significativa, del 200%.

Se observa claramente cómo la política económica de tarifazos del Gobierno Nacional vuelve a ubicar a las privatizadas de servicios públicos a la cabeza del ranking de las firmas que más ganancias apropian. Como si de un calco se tratara, de la historia noventista de las Privatizadas, el gobierno vuelve a apostar a la dinámica de acumulación de un conjunto de actores que ya demostró su compromiso con la desinversión y la fuga de capitales.

### 3. Las ganancias discontinuas: el rol de la devaluación

Al interior de los balances, un importante ítem se oculta en los resultados agregados. Se trata del ítem que se presenta como “operaciones discontinuas” en las que sin detallar, las empresas señalan que en él se computan eventuales activos y también “efectos de conversión”, que no es sino el eufemismo contable donde se computan las ganancias en pesos de los activos dolarizados de las firmas.

En el Cuadro N°7 se presenta el desglose del resultado neto final desagregando el resultado de las operaciones discontinuas. Como se observa, si las mismas son descontadas, la evolución de la rentabilidad neta paso del 100% al 1077%. Esto permite apreciar un doble aspecto: por un lado, la importancia del despegue económico en 2017 que permite que las ganancias netas puras **literalmente vuelen**. Por otro lado, se observa la importancia central que tuvieron las operaciones discontinuas en el 2016, año de plena devaluación (más del 50%) donde las operaciones discontinuas representan cerca del 90% del resultado neto. Para el 2017 las operaciones discontinuas caen levemente (-14,4%) por efecto del crecimiento exponencial de las ganancias netas puras. A su vez, su importancia al interior del conjunto de los beneficios pasa a representar el 38%.

**Cuadro N°7. Resultado Neto; Resultado Neto sin operaciones discontinuas y operaciones discontinuas. Dato absoluto y variación interanual; 2016 y 2017**

|  | 2016              | 2017              | Variación interanual |
|--|-------------------|-------------------|----------------------|
| <b>Resultado Neto</b>                  | \$ 49.692.201.713 | \$ 99.810.621.593 | 100,9%               |
| <b>R. Neto s/op. discontinuas</b>      | \$ 5.247.353.843  | \$ 61.765.272.636 | 1077,1%              |
| <b>Operaciones discontinuas</b>        | \$ 44.444.847.871 | \$ 38.045.348.958 | -14,4%               |
| <b>Op. discontinuas/Resultado Neto</b> | <b>89,4%</b>      | <b>38,1%</b>      |                      |

Fuente: Elaboración propia en base a los balances contables de las empresas seleccionadas. Período de nueve meses entre septiembre de 2016 y septiembre de 2017.

En el Cuadro N°8 presentamos el ranking de las empresas que mayor resultado por operaciones discontinuas tuvieron en 2016; y en el Cuadro N°9 replicamos la misma información para el 2017.

Tanto en términos absolutos como relativos, es insoslayable el peso de las operaciones discontinuas de las empresas petroleras en 2016. Entre YPF y Panamerican Energy concentran el 73% de la participación total de las operaciones discontinuas en ese año.

En cuanto a YPF estamos hablando de \$22.564 mil millones de pesos que representa casi el 51% del conjunto y de Panamerican Energy con 9.953 mil millones y una participación del 22%. El conglomerado de telecomunicaciones más importante de nuestro país, Clarín, también ha embolsado una buena fortuna en operaciones discontinuas, lo que representa el 10,5%.

**Cuadro N°8. Operaciones discontinuas de 2016. Dato absoluto y participación en el total**

| Empresa          | Sector de actividad | Operaciones discontinuas 2016 | Participación en el total |
|------------------|---------------------|-------------------------------|---------------------------|
| YPF              | Petróleo            | \$ 22.564.000.000             | 50,8%                     |
| Panam Energy     | Petróleo            | \$ 9.953.000.000              | 22,4%                     |
| Clarín           | Telecomunic.        | \$ 4.656.000.000              | 10,5%                     |
| ESSO             | Petróleo            | \$ 2.380.000.000              | 5,4%                      |
| Tenaris          | Siderurgia          | \$ 1.585.351.819              | 3,6%                      |
| Arauco           | Industria papelera  | \$ 1.042.546.000              | 2,3%                      |
| Celulosa         | Industria papelera  | \$ 805.758.000                | 1,8%                      |
| Arcor            | Alimentos y bebidas | \$ 749.702.877                | 1,7%                      |
| Molinos          | Alimentos y bebidas | \$ 692.421.000                | 1,6%                      |
| Pescarmona       | Metalmecánica       | \$ 182.164.000                | 0,4%                      |
| Roggio           | Construcción        | \$ 81.772.459                 | 0,2%                      |
| Pampa Energía    | EGA                 | \$ 57.000.000                 | 0,1%                      |
| Mastellone       | Alimentos y bebidas | \$ 49.540.000                 | 0,1%                      |
| Los Grobo        | Agro                | \$ 10.000                     | 0,0%                      |
| Endesa Costanera | EGA                 | \$ -3.418.284                 | 0,0%                      |
| CRESUD           | Agro                | \$ -351.000.000               | -0,8%                     |
| <b>Total</b>     |                     | <b>\$ 44.444.847.871</b>      | <b>100,0%</b>             |

Fuente: Elaboración propia en base a los balances contables de las empresas seleccionadas. Período de nueve meses entre septiembre de 2016 y septiembre de 2017.

En el año 2017, la participación se encuentra levemente mejor repartida, dado que se incorpora Metrogas al podio de empresas con grandes masas de operaciones discontinuas. Junto a YPF y Panamerican Energy explican el 83% de las mismas.

Interanualmente, las operaciones discontinuas de petrolera más importante de Argentina (YPF) cayeron un 49% y un 26% las de Panam. Energy.

**Cuadro N°9. Operaciones discontinuas de 2017. Dato absoluto y participación en el total**

| Empresa       | Sector de actividad | Operaciones discontinuas 2017 | Participación en el total |
|---------------|---------------------|-------------------------------|---------------------------|
| Metrogas      | EGA                 | \$ 12.636.317.000             | 33,2%                     |
| YPF           | Petróleo            | \$ 11.584.000.000             | 30,4%                     |
| Panam Energy  | Petróleo            | \$ 7.393.000.000              | 19,4%                     |
| Clarín        | Telecomunic.        | \$ 3.607.000.000              | 9,5%                      |
| ESSO          | Petróleo            | \$ 919.000.000                | 2,4%                      |
| Arcor         | Alimentos y bebidas | \$ 659.509.934                | 1,7%                      |
| Tenaris       | Siderurgia          | \$ 514.066.830                | 1,3%                      |
| Pampa Energía | EGA                 | \$ 397.000.000                | 1,0%                      |
| Roggio        | Construcción        | 371.653.194                   | 1,0%                      |
| Celulosa      | Industria papelera  | \$ 177.471.000                | 0,5%                      |
| Mastellone    | Alimentos y bebidas | \$ 25.847.000                 | 0,0%                      |
| Pescarmona    | Metalmecánica       | \$ 15.367.000                 | 0,0%                      |
| Molinos       | Alimentos y bebidas | \$ 15.239.000                 | 0,0%                      |
| CRESUD        | Agro                | \$ 13.000.000                 | 0,0%                      |
| Los Grobo     | Agro                | \$ 29.000                     | 0,0%                      |
| Arauco        | Industria papelera  | \$ -283.151.000               | -0,7%                     |
| <b>Total</b>  |                     | <b>\$ 38.045.348.958</b>      | <b>100,0%</b>             |

Fuente: Elaboración propia en base a los balances contables de las empresas seleccionadas. Período de nueve meses entre septiembre de 2016 y septiembre de 2017.

En el Cuadro N°10 se presenta la evolución por firma de las operaciones discontinuas en el periodo 2016-2017. Como se observa, 4 empresas tienen en 2017 una evolución positiva de las operaciones discontinuas. Es el caso de Pampa Energía (cerca del 600%), Roggio (más del 35%), los Grobo (190%) y Cresud (104%).

**Cuadro N°10. Operaciones discontinuas. Dato absoluto y variación interanual; 2016 y 2017.**

| Empresa          | Sector de actividad | Operaciones discontinuas 2016 | Operaciones discontinuas 2017 | Variación interanual |
|------------------|---------------------|-------------------------------|-------------------------------|----------------------|
| Pampa Energía    | EGA                 | \$ 57.000.000                 | \$ 397.000.000                | 596,5%               |
| Roggio           | Construcción        | \$ 81.772.459                 | 371.653.194                   | 354,5%               |
| Los Grobo        | Agro                | \$ 10.000                     | \$ 29.000                     | 190,0%               |
| CRESUD           | Agro                | \$ -351.000.000               | \$ 13.000.000                 | 103,7%               |
| Arcor            | Alimentos y bebidas | \$ 749.702.877                | \$ 659.509.934                | -12,0%               |
| Clarín           | Telecomunic.        | \$ 4.656.000.000              | \$ 3.607.000.000              | -22,5%               |
| Panam Energy     | Petróleo            | \$ 9.953.000.000              | \$ 7.393.000.000              | -25,7%               |
| Mastellone       | Alimentos y bebidas | \$ 49.540.000                 | \$ 25.847.000                 | -47,8%               |
| YPF              | Petróleo            | \$ 22.564.000.000             | \$ 11.584.000.000             | -48,6%               |
| ESSO             | Petróleo            | \$ 2.380.000.000              | \$ 919.000.000                | -61,4%               |
| Tenaris          | Siderurgia          | \$ 1.585.351.819              | \$ 514.066.830                | -67,6%               |
| Celulosa         | Industria papelera  | \$ 805.758.000                | \$ 177.471.000                | -78,0%               |
| Pescarmona       | Metalmecánica       | \$ 182.164.000                | \$ 15.367.000                 | -91,6%               |
| Molinos          | Alimentos y bebidas | \$ 692.421.000                | \$ 15.239.000                 | -97,8%               |
| Arauco           | Industria papelera  | \$ 1.042.546.000              | \$ -283.151.000               | -127,2%              |
| Endesa Costanera | EGA                 | \$ -3.418.284                 | Sin dato                      |                      |
| Metrogas         | EGA                 | Sin dato                      | \$ 12.636.317.000             |                      |
| <b>Total</b>     |                     | <b>\$ 44.444.847.871</b>      | <b>\$ 38.045.348.958</b>      | <b>-14,4%</b>        |

Fuente: Elaboración propia en base a los balances contables de las empresas seleccionadas. Período de nueve meses entre septiembre de 2016 y septiembre de 2017.

Como lo señalamos en el punto anterior, las *Aranguren-firmas-boys*, también están implicadas (en ambos años o al menos en uno) en operaciones discontinuas que modifican su balance. Se trata de Endesa Costanera, Metrogas y Pampa Energía (Cuadro N°11).

**Cuadro N°11. Empresas con operaciones discontinuas de las Aranguren-firmas-boys. Datos abs. y var. a/a, 2016-2017**

| Empresa          | Operaciones discontinuas 2016 | Operaciones discontinuas 2017 | Variación interanual |
|------------------|-------------------------------|-------------------------------|----------------------|
| Endesa Costanera | \$ -3.418.284                 | Sin datos                     |                      |
| Metrogas         | Sin datos                     | \$ 12.636.317.000             |                      |
| Pampa Energía    | \$ 57.000.000                 | \$ 397.000.000                | 596%                 |
| <b>Total</b>     | <b>\$ 53.581.716</b>          | <b>\$ 13.033.317.000</b>      | <b>24224%</b>        |

Fuente: Elaboración propia en base a los balances contables de las empresas seleccionadas. Período de nueve meses entre septiembre de 2016 y septiembre de 2017.

Si descartamos las operaciones discontinuas de estas empresas, el resultado neto se expande al 415%. Si bien es una evolución significativa, es inferior al 772% (Cuadro N° 6) que resulta de contemplar el resultado global (Cuadro N°12). Camuzzi Gas Pampeana lidera el

ranking, dado que su rentabilidad se expandió al 572%, seguida por Pampa Energía (318%), TGS (288%) y Metrogas (216%).

**Cuadro N°12. Resultado Neto sin operaciones discontinuas, de las ocho empresas beneficiadas directamente por los tarifazos en Energía y Gas (las Aranguren-firmas-boys).  
Datos abs. y var. a/a, 2016-2017**

| Resultado Neto       | Nueve meses 2016         | Nueve meses 2017        | Var. a/a      |
|----------------------|--------------------------|-------------------------|---------------|
| Camuzzi Gas Pampeana | \$ -191.148.984          | \$ 902.526.344          | 572,2%        |
| Pampa Energía        | \$ -1.817.000.000        | \$ 3.970.000.000        | 318,5%        |
| Transp. Gas del Sur  | \$ 468.668.000           | \$ 1.818.555.000        | 288,0%        |
| MetroGas             | \$ -881.958.000          | \$ 1.031.071.000        | 216,9%        |
| Edenor               | \$ -1.842.232.000        | \$ 659.950.000          | 135,8%        |
| Central Puerto       | \$ 1.403.212.000         | \$ 2.085.652.000        | 48,6%         |
| Edesur               | \$ -165.688.000          | \$ -882.651.000         | -432,7%       |
| Endesa Costanera     | \$ -847.454              | \$ -24.659.949          | -2809,9%      |
| <b>Total</b>         | <b>\$ -3.026.994.438</b> | <b>\$ 9.560.443.395</b> | <b>415,8%</b> |

Fuente: Elaboración propia en base a los balances contables de las empresas seleccionadas. Período de nueve meses entre septiembre de 2016 y septiembre de 2017.

Como se observa, la modificación del tipo de cambio que el gobierno de manera habitual eleva cada año (con distinta intensidad) es otra *política económica con impacto directo en la rentabilidad de las firmas*. Bueno es recordar una vez más que esta política es financiada con la reducción del poder de compra del ingreso de una porción de la sociedad que no tiene dolarizados sus ingresos, y dentro de estos y en primer lugar los que perciben ingresos laborales que evolucionan por debajo del aumento de los precios en los que se traduce la política devaluatoria del Gobierno Nacional.

En este contexto de ganancias empresarias que se expande exponencialmente, sería lógico esperar un mayor aporte de estas empresas en el pago del impuesto a las ganancias. Nuevamente el análisis de los balances desmiente esta presunción del sentido común.

#### 4. Otro beneficio empresarial: el caso del impuesto a las ganancias

Como hemos señalado al principio de este material, en un contexto de crecimiento significativo de las ganancias empresarias, las empresas en lugar de pagar más, pagan menos por el impuesto a las ganancias, y todo ello en el marco de un porcentaje por debajo de lo que fija la ley. En efecto, se supone que las empresas deben pagar el 35% de sus ganancias, sin embargo pagaron el 27,8% en el 2016 y para el 2017 redujeron su aporte al 23,7%. Sin embargo en este acápite queremos iluminar en esta temática, el dato que la mayoría de las veces se soslaya, a saber: *el aporte que el Estado realiza a las empresas*. En lugar de que las empresas paguen por el impuesto a las ganancias, ocurre lo inverso: las empresas reciben recursos del Estado en concepto de compensación del pago del impuesto a las ganancias. Múltiples pueden ser las razones de que ello ocurra, a saber: devoluciones de impuestos, pago a cuenta, etc. Sin embargo, lo que importa es que son recursos que el Estado le aporta a las empresas. No todas las empresas lo reciben, sino que ello es el resultado de un particular tratamiento impositivo de cada una de ellas.

Sin embargo, haciendo abstracción de la justificación impositiva y de los criterios contables, interesa destacar aquellas empresas que en lugar de pagar por el impuesto a las ganancias, reciben compensaciones del Estado por este rubro. Son, para nosotros, *las empresas subsidiadas fiscalmente por el Estado*.

En el Cuadro N°13 presentamos el listado de las 13 empresas (de un total de 53) que recibieron compensaciones, durante el 2017, por el impuesto a las ganancias. Es decir, *un ¼ de las firmas del panel fueron subsidiadas*. Se observa que en conjunto recibieron un poco menos de \$3 mil millones de subsidio estatal vía retornos del impuesto a las ganancias.

El nivel de subsidio representa el 51,3% de las utilidades de estas firmas. Dicho de otro modo, *1 de cada 2 pesos que embolsaron estas empresas de ganancias lo aportó el Estado*, vía compensación del pago del impuesto a las ganancias.

De estas empresas, 2 recibieron un monto de compensación que supera el volumen de sus ganancias netas. Es decir, el Estado le aportó vía la compensación del impuesto, *la totalidad de los recursos que las firmas embolsaron en concepto de ganancia neta*. Se trata de Pescarmona (metalmecánica) y Molinos Rio de la Plata (alimentos y bebidas).

A su vez esto no implica que las empresas no hayan registrado pérdidas. Se trata de pérdidas compensadas por el subsidio monetario que recibieron vía impuesto a las ganancias. Esto le sucede a Edesur, Ledesma y Quickfood, Celulos, Importadora y Exportadora de la Patagonia.

**Cuadro N°13: Compensación económica vía impuesto a las ganancias y resultado neto  
Dato absoluto e incidencia. Año 2017**

| Empresa                          |                         | Sector              | Impuesto a las ganancias  | Resultado Neto           | IG/RN        |
|----------------------------------|-------------------------|---------------------|---------------------------|--------------------------|--------------|
|                                  |                         |                     | Nueve meses 2017          |                          |              |
| 1                                | Tenaris                 | Siderurgia          | \$ 922.978.799            | \$ 5.409.586.555         | 17,1%        |
| 2                                | Pescarmona              | Metalmecánica       | \$ 886.356.000            | \$ 457.148.000           | 193,9%       |
| 3                                | Edesur                  | EGA                 | \$ 455.495.000            | \$ -882.651.000          | 51,6%        |
| 4                                | Quickfood               | Alimentos           | \$ 131.469.000            | \$ -266.155.000          | 49,4%        |
| 5                                | Celulosa                | Ind. papelera       | \$ 100.049.000            | \$ -290.976.000          | 34,4%        |
| 6                                | Cresud                  | Agropecuaria        | \$ 97.000.000             | \$ 1.350.000.000         | 7,2%         |
| 7                                | Los Grobo               | Agropecuaria        | \$ 87.867.000             | \$ -184.338.000          | 47,7%        |
| 8                                | Ledesma                 | Alimentos           | \$ 80.743.000             | \$ -32.850.000           | 245,8%       |
| 9                                | Molinos Río de la Plata | Alimentos y Bebidas | \$ 34.780.000             | \$ 6.174.000             | 563,3%       |
| 10                               | Arauco                  | Ind. papelera       | \$ 17.539.000             | \$ -292.555.000          | 6,0%         |
| 11                               | Mastellone              | Alimentos           | \$ 15.101.000             | \$ 303.866.000           | 5,0%         |
| 12                               | Imp/Exp Patagonia       | Comercio            | \$ 5.885.000              | \$ -19.118.000           | 30,8%        |
| 13                               | Endesa Costanera        | EGA                 | \$ 790.296                | \$ -24.659.949           | 3,2%         |
| <b>Total compensación vía IG</b> |                         |                     | <b>\$ 2.836.053.095</b>   | <b>\$ 5.533.471.606</b>  | <b>51,3%</b> |
| <b>Total Cúpula 53 empresas</b>  |                         |                     | <b>\$ -31.078.443.773</b> | <b>\$ 99.810.621.593</b> | <b>31,1%</b> |

Fuente: Elaboración propia en base a los balances contables de las empresas seleccionadas. Período de nueve meses entre septiembre de 2016 y septiembre de 2017.

El sostenimiento estatal hacia un conjunto de empresas también se verificó en 2016. En efecto, como muestra el Cuadro N°14, 15 de las 53 empresas recibieron subsidios superior a los \$4 mil millones. Como se ve, se trata de un monto de subsidios que recibieron las empresas superiores al del 2017. Se trata de otra forma de “éxito” empresario, a través de un mayor sostenimiento del Estado.

Nuevamente 2 empresas recibieron un monto de compensación que supera el volumen de sus ganancias netas, se trata de Celulosa y Mastellone.

En el 2016 el aporte estatal tampoco implicó que las firmas no tuvieran pérdida significativa, aunque algunas pudieran contar con resultados netos positivos a partir del aporte estatal. Fundamentalmente nos referimos al complejo energético, donde la mayoría de las empresas registraron pérdidas netas en 2016. Específicamente hablamos de YPF,

Endesa Costanera, Edesur, Edenor, Camuzzi, Pampa Energía y MetroGas. Además se encontraron en esa situación Quickfood y Ledesma y Los Grobo.

Como se puede apreciar, todos exponentes ilustres de la cúpula empresaria argentina.

**Cuadro N°14: Compensación económica vía impuesto a las ganancias y resultado neto  
Dato absoluto e incidencia. Año 2016**

| Empresa                         |                      | Sector               | Subsidio vía Impuesto a las ganancias | Resultado Neto           | IG/RN        |
|---------------------------------|----------------------|----------------------|---------------------------------------|--------------------------|--------------|
|                                 |                      |                      | Nueve meses 2016                      |                          |              |
| 1                               | YPF                  | Petróleo y derivados | \$ 1.577.000.000                      | -7.394.000.000           | 21,3%        |
| 2                               | Edenor               | EGA                  | \$ 1.071.389.000                      | \$ -1.842.232.000        | 58,2%        |
| 3                               | Pampa Energía        | EGA                  | \$ 525.000.000                        | \$ -1.487.000.000        | 35,3%        |
| 4                               | Celulosa             | Ind. papelera        | \$ 267.311.000                        | \$ 199.026.000           | 134,3%       |
| 5                               | Tenaris              | Siderurgia           | \$ 148.694.738                        | \$ 1.596.105.265         | 9,3%         |
| 6                               | Camuzzi Gas Pampeana | EGA                  | \$ 102.837.217                        | \$ -191.148.984          | 53,8%        |
| 7                               | Ledesma              | Alimentos y bebidas  | \$ 102.464.000                        | \$ -80.760.000           | 126,9%       |
| 8                               | Mastellone Hermanos  | Alimentos y bebidas  | \$ 99.909.000                         | \$ 96.194.000            | 103,9%       |
| 9                               | Los Grobo            | Agropecuaria         | \$ 97.079.000                         | \$ -193.576.000          | 50,2%        |
| 10                              | Quickfood            | Alimentos y bebidas  | \$ 82.405.000                         | \$ -330.753.000          | 24,9%        |
| 11                              | Edesur               | EGA                  | \$ 74.940.000                         | \$ -165.688.000          | 45,2%        |
| 12                              | Cresud               | Agropecuaria         | \$ 65.000.000                         | \$ 922.000.000           | 7,0%         |
| 13                              | MetroGas             | EGA                  | \$ 43.249.000                         | \$ -881.958.000          | 4,9%         |
| 14                              | Benito Roggio        | Construcción         | \$ 40.467.542                         | \$ 188.838.220           | 21,4%        |
| 15                              | Endesa Costanera     | EGA                  | \$ 11.539.527                         | \$ -4.265.738            | 270,5%       |
| <b>Compensación vía IG</b>      |                      |                      | <b>\$ 4.309.285.024</b>               | <b>\$ -9.569.218.237</b> | <b>45,0%</b> |
| <b>Total Cúpula 53 empresas</b> |                      |                      | <b>\$ -19.091.126.100</b>             | <b>\$ 49.692.201.713</b> | <b>38,4%</b> |

Fuente: Elaboración propia en base a los balances contables de las empresas seleccionadas. Período de nueve meses entre septiembre de 2016 y septiembre de 2017.

Por último, si juntamos el total de las empresas subsidiadas durante 2016 y 2017, según el Cuadro N°15, 9 empresas recibieron subsidios en ambos años. Este conjunto de firmas recibió del Estado un total de \$2840 millones, a pesar de que tuvieron una ganancia neta acumulada de \$7420 millones de pesos.

De este conjunto de empresas subsidiadas, 3 de ellas presentan resultado neto positivo, a pesar de lo cual reciben un aporte del Estado. Es el caso de Tenaris, Mastellone y Cresud.

El resto del panel presenta pérdidas acumuladas en el período a pesar de las compensaciones, siendo Celulosa y Ledesma los casos más comprometidos, puesto que el aporte estatal supera la magnitud del resultado neto. También los casos de Edesur, y Los

Grobo resultan importantes por la magnitud del subsidio que apropiaron (representando la mitad de la pérdida que acumulan).

**Cuadro N°15: Total empresas de la cúpula que recibieron compensaciones económicas vía impuesto a las ganancias en ambos años (2016 y 2017). Datos absolutos e incidencia**

| Empresa            | Sector              | Total devolución IG<br>2016 - 2017 | Total resultado<br>neto 2016 - 2017 | Devolución<br>IG/ RN |
|--------------------|---------------------|------------------------------------|-------------------------------------|----------------------|
| 1 Celulosa         | Papelera            | \$ 367.360.000                     | \$ -91.950.000                      | 399,5%               |
| 2 Ledesma          | Alimentos y Bebidas | \$ 183.207.000                     | \$ -113.610.000                     | 161,3%               |
| 3 Edesur           | Energía, Gas y Agua | \$ 530.435.000                     | \$ -1.048.339.000                   | 50,6%                |
| 4 Los Grobo        | Agropecuario        | \$ 184.946.000                     | \$ -377.914.000                     | 48,9%                |
| 5 Endesa Costanera | Energía, Gas y Agua | \$ 12.329.823                      | \$ -28.925.687                      | 42,6%                |
| 6 Quickfood        | Alimentos y Bebidas | \$ 213.874.000                     | \$ -596.908.000                     | 35,8%                |
| 7 Mastellone       | Alimentos y Bebidas | \$ 115.010.000                     | \$ 400.060.000                      | 28,7%                |
| 8 Tenaris          | Siderurgia          | \$ 1.071.673.537                   | \$ 7.005.691.821                    | 15,3%                |
| 9 Cresud           | Agropecuario        | \$ 162.000.000                     | \$ 2.272.000.000                    | 7,1%                 |
| <b>Total</b>       |                     | <b>\$ 2.840.835.360</b>            | <b>\$ 7.420.105.134</b>             | <b>38,3%</b>         |

Fuente: Elaboración propia en base a los balances contables de las empresas seleccionadas. Período de nueve meses entre septiembre de 2016 y septiembre de 2017.

## **5. ¿Financiero o productivo? ¿De qué lado estás?**

Es un lugar común asumir que la lógica económica de los últimos años ha favorecido de manera predominante al sector financiero, sin embargo las evidencias disponibles matizan esta afirmación.

En primer lugar, como ya mencionamos, las empresas privatizadas de servicios públicos asociadas a la energía se erigen como las principales beneficiarias del momento actual. Pero si excluimos a esas empresas y analizamos la evolución de las variables económicas del “sector financiero” con respecto al “resto de las actividades productivas”, se observa que ambas presentan una similar evolución de ventas (cerca al 20%). A partir de esta realidad empieza la diferenciación por sectores. El sector financiero ajusta sus costos de explotación (crecen por debajo del 5%) mientras que para el resto de las actividades productivas crecen a la par de la facturación (20%). Por ende, el resultado bruto que realizan los bancos (31,5%) es superior a las actividades productivas (20,6%). Puede afirmarse como tesis que las empresas financieras comprometidas a realizar sus excedentes dentro de su sector de actividad, es decir “al interior del mercado”.

Por el contrario el resultado neto final de las empresas productivas crece un 90%, muy superior al del sector financiero (16,1%). Aquí son las empresas productivas las más expertas en aprovechar las oportunidades que le ofrece el entorno en el que se desenvuelven. Concretamente es por efecto combinado de la racionalización de sus estructuras de comercialización, administración, oportunidades financieras disponibles y peculiar tratamiento impositivo. Todas estas variables que se definen “más allá del mercado”, que estas empresas productivas se apropian de ingentes rentabilidades.

**Cuadro N°16: Principales resultados de la cúpula empresarial argentina. Sector financiero y sector productivo. Datos absolutos; var. interanual absoluta y relativa**

| Cúpula 53 empresas | Sectores                         | Nueve meses 2016    | Nueve meses 2017    | Var. a/a. |
|--------------------|----------------------------------|---------------------|---------------------|-----------|
| Ventas             | S. Financiero                    | \$ 193.976.493.000  | \$ 230.672.742.000  | 18,9%     |
|                    | Resto de actividades productivas | \$ 418.525.116.157  | \$ 504.687.133.589  | 20,6%     |
|                    | Total                            | \$ 666.489.663.385  | \$ 842.774.462.383  | 26,4%     |
| Costos             | S. Financiero                    | \$ -91.548.255.000  | \$ -95.929.444.000  | 4,8%      |
|                    | Resto de actividades productivas | \$ -318.539.598.741 | \$ -384.135.515.188 | 20,6%     |
|                    | Total                            | \$ -453.483.291.851 | \$ -554.664.572.166 | 22,3%     |
| Resultado Bruto    | S. Financiero                    | \$ 102.428.238.000  | \$ 134.743.298.000  | 31,5%     |
|                    | Resto de actividades productivas | \$ 99.925.517.416   | \$ 120.678.618.402  | 20,8%     |
|                    | Total                            | \$ 212.946.371.534  | \$ 288.236.890.218  | 35,4%     |
| Resultado Neto     | S. Financiero                    | \$ 24.237.411.000   | \$ 28.136.626.000   | 16,1%     |
|                    | Resto de actividades productivas | \$ 28.155.203.435   | \$ 53.502.946.198   | 90,0%     |
|                    | Total                            | \$ 49.692.201.713   | \$ 99.810.621.593   | 100,9%    |

Fuente: Elaboración propia en base a los balances contables de las empresas seleccionadas. Período de nueve meses entre septiembre de 2016 y septiembre de 2017.

A continuación presentamos, a modo de ejemplo, la evolución de las principales empresas del sector financiero, en la evolución de las ventas y el resultado neto final que apropian.

**Cuadro N°17. Sector financiero. Las ventas más importantes del período. Datos absolutos y variación interanual**

| Empresas                       | Ventas                    |                           |              |
|--------------------------------|---------------------------|---------------------------|--------------|
|                                | Nueve meses 2016          | Nueve meses 2017          | Var. a/a     |
| Tarjeta Naranja                | \$ 8.663.256.000          | \$ 12.653.443.000         | 46,1%        |
| Banco Supervielle              | \$ 8.712.164.000          | \$ 11.728.403.000         | 34,6%        |
| Bco Santander Río              | \$ 31.006.839.000         | \$ 38.847.892.000         | 25,3%        |
| Bco Macro                      | \$ 25.430.939.000         | \$ 31.325.585.000         | 23,2%        |
| Bco Galicia                    | \$ 38.274.598.000         | \$ 46.572.431.000         | 21,7%        |
| Bco Hipotecario                | \$ 8.375.734.000          | \$ 10.168.296.000         | 21,4%        |
| <b>Total Sector Financiero</b> | <b>\$ 193.976.493.000</b> | <b>\$ 230.672.742.000</b> | <b>18,9%</b> |

Fuente: Elaboración propia en base a los balances contables de las empresas seleccionadas. Período de nueve meses entre septiembre de 2016 y septiembre de 2017.

**Cuadro N°18. Sector financiero. Las ganancias netas más importantes del período. Datos absolutos y variación interanual**

| Empresas                       | Resultado Neto           |                          |              |
|--------------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------|
|                                | Nueve meses 2016         | Nueve meses 2017         | Var. a/a     |
| Bco Hipotecario                | \$ 478.973.000           | \$ 1.111.198.000         | 132,0%       |
| Banco Supervielle              | \$ 531.223.000           | \$ 1.088.388.000         | 104,9%       |
| Tarjeta Naranja                | \$ 966.925.000           | \$ 1.726.359.000         | 78,5%        |
| Bco Galicia                    | \$ 3.541.707.000         | \$ 5.161.451.000         | 45,7%        |
| Bco Macro                      | \$ 4.845.579.000         | \$ 6.377.122.000         | 31,6%        |
| <b>Total Sector Financiero</b> | <b>\$ 24.237.411.000</b> | <b>\$ 28.136.626.000</b> | <b>16,1%</b> |

Fuente: Elaboración propia en base a los balances contables de las empresas seleccionadas. Período de nueve meses entre septiembre de 2016 y septiembre de 2017.

## 6. Las privatizadas de la energía mandan en el heterogéneo sector productivo

Al interior del sector productivo sobresale, a gran performance del sector de Energía, Gas y Agua (donde se engloban las *Aranguren-firma-boys*) que crece casi un 100%, como consecuencias de los tarifazos en los servicios públicos. Le sigue en importancia el sector inmobiliario que se expande a un 74% anual. Por otro lado, el grueso de los sectores (6 de 15)n presenta una evolución que va del 30% al 40% destacándose la construcción (39,9%) y la siderurgia (31,4%).

**Cuadro N°19: Ventas del sector productivo de la cúpula empresarial. Datos absolutos, dinámica y variación interanual**

| Actividades productivas                    |           | Ventas Nueve Meses 2016   | Ventas Nueve Meses 2017   | Dinámica interanual (2017-2016) | Var. a/a     |
|--|-----------|---------------------------|---------------------------|---------------------------------|--------------|
| Energía, Gas y Agua                        | 8         | \$ 53.988.054.228         | \$ 107.414.586.794        | \$ 53.426.532.566               | 99,0%        |
| Inmobiliaria                               | 2         | \$ 1.069.482.000          | \$ 1.860.849.000          | \$ 791.367.000                  | 74,0%        |
| Construcción                               | 4         | \$ 9.331.743.188          | \$ 13.050.444.769         | \$ 3.718.701.581                | 39,9%        |
| Automotriz                                 | 1         | \$ 1.162.113.000          | \$ 1.588.205.000          | \$ 426.092.000                  | 36,7%        |
| Transporte                                 | 2         | \$ 10.132.410.095         | \$ 13.691.002.891         | \$ 3.558.592.796                | 35,1%        |
| Siderurgia                                 | 3         | \$ 73.345.578.809         | \$ 96.360.186.118         | \$ 23.014.607.310               | 31,4%        |
| Telecomunicaciones                         | 2         | \$ 20.165.444.360         | \$ 26.400.080.306         | \$ 6.234.635.946                | 30,9%        |
| Química                                    | 1         | \$ 2.603.015.000          | \$ 3.384.385.000          | \$ 781.370.000                  | 30,0%        |
| Alimentos y bebidas                        | 5         | \$ 54.684.178.573         | \$ 68.169.118.115         | \$ 13.484.939.542               | 24,7%        |
| Comercio                                   | 2         | \$ 11.245.684.210         | \$ 13.291.882.534         | \$ 2.046.198.324                | 18,2%        |
| Agropecuario                               | 2         | \$ 20.486.002.000         | \$ 23.934.540.000         | \$ 3.448.538.000                | 16,8%        |
| Petróleo y derivados                       | 4         | \$ 202.467.261.824        | \$ 231.247.690.244        | \$ 28.780.428.420               | 14,2%        |
| Papelera                                   | 2         | \$ 3.655.429.000          | \$ 4.063.516.000          | \$ 408.087.000                  | 11,2%        |
| Metalmecánica                              | 2         | \$ 853.859.070            | \$ 828.784.022            | \$ -25.075.048                  | -2,9%        |
| Electrodomésticos                          | 1         | \$ 7.322.915.028          | \$ 6.816.449.590          | \$ -506.465.438                 | -6,9%        |
| <b>Total Cúpula 41 empresa productivas</b> | <b>41</b> | <b>\$ 472.513.170.385</b> | <b>\$ 612.101.720.383</b> | <b>\$ 139.588.549.999</b>       | <b>29,5%</b> |

Fuente: Elaboración propia en base a los balances contables de las empresas seleccionadas. Período de nueve meses entre septiembre de 2016 y septiembre de 2017.

En cuanto al resultado bruto- es decir la diferencia que surge entre las ventas y los costos-, se observa en el Cuadro N°20 que el sector automotriz es el que más expandió su margen de rentabilidad (235%) por encima incluso de las “A-F-B” (209%). Química (77%) e Inmobiliaria (73%) también muestran importantes expansiones de su margen bruto.

**Cuadro N°20: Resultado Bruto de las actividades productivas de la cúpula empresarial. Datos absolutos; var. interanual absoluta y relativa**

| Actividades productivas        | Resultado Bruto Nueve Meses 2016 | Resultado Bruto Nueve Meses 2017 | Dinámica interanual (2017-2016) | Var. a/a     |
|--------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|---------------------------------|--------------|
| Automotriz                     | \$ 40.625.000                    | \$ 136.185.000                   | \$ 95.560.000                   | 235,2%       |
| Energía, Gas y Agua            | \$ 10.592.616.118                | \$ 32.814.973.816                | \$ 22.222.357.698               | 209,8%       |
| Metalmec.                      | \$ -37.015.959                   | \$ -81.664.581                   | \$ -44.648.622                  | 120,6%       |
| Química                        | \$ 289.948.000                   | \$ 513.135.000                   | \$ 223.187.000                  | 77,0%        |
| Inmobiliaria                   | \$ 581.226.000                   | \$ 1.008.108.000                 | \$ 426.882.000                  | 73,4%        |
| Siderurgia                     | \$ 19.411.106.108                | \$ 27.263.812.410                | \$ 7.852.706.301                | 40,5%        |
| Construcción                   | \$ 3.123.993.904                 | \$ 4.103.837.759                 | \$ 979.843.855                  | 31,4%        |
| Telecomu.                      | \$ 4.894.685.690                 | \$ 6.219.330.844                 | \$ 1.324.645.154                | 27,1%        |
| Agropecuario                   | \$ 5.660.990.000                 | \$ 7.115.313.000                 | \$ 1.454.323.000                | 25,7%        |
| Alimentos                      | \$ 18.293.599.125                | \$ 21.527.975.427                | \$ 3.234.376.302                | 17,7%        |
| Transporte                     | \$ 4.303.961.994                 | \$ 5.017.206.401                 | \$ 713.244.407                  | 16,6%        |
| Comercio                       | \$ 4.044.073.025                 | \$ 4.639.046.487                 | \$ 594.973.462                  | 14,7%        |
| Petróleo                       | \$ 36.141.410.178                | \$ 40.983.185.250                | \$ 4.841.775.072                | 13,4%        |
| Papelera                       | \$ 1.001.591.000                 | \$ 868.684.000                   | \$ -132.907.000                 | -13,3%       |
| Electro.                       | \$ 2.175.323.351                 | \$ 1.364.463.405                 | \$ -810.859.946                 | -37,3%       |
| <b>Total Sector Productivo</b> | <b>\$ 110.518.133.534</b>        | <b>\$ 153.493.592.218</b>        | <b>\$ 42.975.458.683</b>        | <b>38,9%</b> |

Fuente: Elaboración propia en base a los balances contables de las empresas seleccionadas. Período de nueve meses entre septiembre de 2016 y septiembre de 2017.

En lo relativo al resultado neto final, vuelve a demostrarse la preeminencia de las *Aranguren-firmas-boys* que crecen al 772%; evolución no igualada por ninguno de los otros sectores de actividad productiva. Sin embargo, Química (242%), Petróleo (165%), Metalmecánica (140%), Siderurgia (130%) y Telecomunicaciones (45%) constituyen también otros importantes sectores que han ampliado significativamente su acumulación de capitales.

En lo relativo al resultado antes del impuesto a las ganancias, sólo el sector dependiente de la política de los “tarifazos” supera el total de 288%. En efecto, las empresas que operan en el sector de Energía, Gas y Agua superan el total.

**Cuadro N°21: Resultado Neto de las actividades productivas de la cúpula empresarial. Datos absolutos; var. interanual absoluta y relativa**

| Actividades productivas         | Resultado Neto Nueve Meses 2016 | Resultado Neto Nueve Meses 2017 | Dinámica interanual (2017-2016) | Var. a/a      |
|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------|
| Energía, Gas y Agua             | \$ -2.700.412.722               | \$ 18.171.049.395               | \$ 20.871.462.117               | 772,9%        |
| Química                         | \$ -373.003.000                 | \$ 529.512.000                  | \$ 902.515.000                  | 242,0%        |
| Petróleo y derivados            | \$ 8.458.745.439                | \$ 22.437.356.312               | \$ 13.978.610.873               | 165,3%        |
| Metalmecánica                   | \$ -1.091.430.974               | \$ 517.745.768                  | \$ 1.609.176.742                | 147,4%        |
| Siderurgia                      | \$ 4.809.751.289                | \$ 10.927.072.109               | \$ 6.117.320.820                | 127,2%        |
| Inmobiliaria                    | \$ 1.635.310.000                | \$ 3.319.270.000                | \$ 1.683.960.000                | 103,0%        |
| Automotriz                      | \$ 351.743.000                  | \$ 636.613.000                  | \$ 284.870.000                  | 81,0%         |
| Construcción                    | \$ 1.010.142.863                | \$ 1.756.640.799                | \$ 746.497.936                  | 73,9%         |
| Agropecuario                    | \$ 728.424.000                  | \$ 1.165.662.000                | \$ 437.238.000                  | 60,0%         |
| Telecomunicaciones              | \$ 5.762.786.494                | \$ 8.299.182.310                | \$ 2.536.395.816                | 44,0%         |
| Transporte                      | \$ 1.682.044.251                | \$ 2.209.671.324                | \$ 527.627.073                  | 31,4%         |
| Alimentos y bebidas             | \$ 2.104.291.086                | \$ 1.755.071.907                | \$ -349.219.179                 | -16,6%        |
| Electrodomésticos               | \$ 1.646.514.840                | \$ 539.459.580                  | \$ -1.107.055.260               | -67,2%        |
| Comercio                        | \$ 126.646.147                  | \$ -6.779.911                   | \$ -133.426.058                 | -105,4%       |
| Papelera                        | \$ 1.303.238.000                | \$ -583.531.000                 | \$ -1.886.769.000               | -144,8%       |
| <b>Total Cúpula 53 empresas</b> | <b>\$ 25.454.790.713</b>        | <b>\$ 71.673.995.593</b>        | <b>\$ 46.219.204.880</b>        | <b>181,6%</b> |

Fuente: Elaboración propia en base a los balances contables de las empresas seleccionadas. Período de nueve meses entre septiembre de 2016 y septiembre de 2017.

Queda por ultimo presentar, con nombre y apellido, el “Quien es quien” de lo más selecto de las empresas bajo análisis.

## 7. El quién es quién de los grandes ganadores del 2017<sup>3</sup>

En el Cuadro N°22 se pueden observar las ventas absolutas y su evolución relativa entre 2016 y 2017, de las empresas de la cúpula que superan las ventas totales (previamente señalamos que la facturación total creció un 26,5%). Al menos dos cuestiones aparecen para resaltar. Por un lado se trata de *la mitad de la cúpula* (26 de 53 empresas, lo que expresa un elevado nivel de concentración de la producción), pero más importante aún, tan solo 8 duplican la evolución total (supone el 56% de la evolución anual). Y dentro de este puñado acotado de firmas, 5 pertenecen a las empresas privatizadas del complejo energético. Como se observa, el diferencial en el aumento de la facturación no es ajeno a una decisión eminentemente política de la actual gestión en materia de servicios públicos, lo cual a través del incremento de las tarifas permite que estas empresas sean *las más dinámicas* en materia de facturación. No fue por el mercado, sino más allá de él, por expresa decisión gubernamental, que estas empresas (monopólicas por esencia) incrementan su facturación a expensas del conjunto de la economía. Los consumidores no pueden sustituir su consumo, en tanto se trata de “monopolios naturales” donde la sociedad es rehén de los precios que fijan las mismas.

---

<sup>3</sup> Algunas actividades se han demostrado como **Los Ganadores de la Era Macri**, tratándose de empresas que no cotizan en la bolsa de Buenos Aires, lo cual representa un impedimento para acceder a sus balances. Específicamente el sector pesquero mantiene desde hace 3 años una tasa de crecimiento promedio del **12,6% anual** (Estimador Mensual de Actividad Económica - EMAE).

Para más datos sobre sectores de actividad, se recomienda el informe de coyuntura económica (febrero de 2018): <https://ipypp.org.ar/descargas/2018/Boletin%20Economico%20-%20Vol%201.pdf>

**Cuadro N°22: Ventas. Empresas que se encuentran por encima de la variación total. Datos absolutos de 2016, 2017 y variación interanual**

|  | Empresa                     | Sector                                | Ventas                    |                           |              |
|--|-----------------------------|---------------------------------------|---------------------------|---------------------------|--------------|
|  |                             |                                       | Nueve meses 2016          | Nueve meses 2017          | Var. a/a     |
| 1  | Consultatio                 | Inmobiliaria                          | \$ 133.154.000            | \$ 670.994.000            | 403,9%       |
| 2  | Pampa Energía               | Energía, Gas y Agua                   | \$ 18.280.000.000         | \$ 48.158.000.000         | 163,4%       |
| 3  | Camuzzi Gas Pampeana        | Energía, Gas y Agua                   | \$ 2.007.073.708          | \$ 5.087.203.251          | 153,5%       |
| 4  | Benito Roggio e Hijos       | Construcción y Productos relacionados | \$ 1.538.798.684          | \$ 3.275.412.692          | 112,9%       |
| 5  | Edenor                      | Energía, Gas y Agua                   | \$ 9.117.348.000          | \$ 17.576.384.000         | 92,8%        |
| 6  | MetroGas                    | Energía, Gas y Agua                   | \$ 3.722.758.000          | \$ 6.787.505.000          | 82,3%        |
| 7  | Transp. Gas del Sur         | Energía, Gas y Agua                   | \$ 4.837.160.000          | \$ 8.054.972.000          | 66,5%        |
| 8  | Agrometal                   | Metalmecánica                         | \$ 373.824.070            | \$ 583.076.022            | 56,0%        |
| 9  | Caputo                      | Construcción y Productos relacionados | \$ 1.075.921.000          | \$ 1.624.198.000          | 51,0%        |
| 10   | Central Puerto              | Energía, Gas y Agua                   | \$ 3.904.533.000          | \$ 5.718.278.000          | 46,5%        |
| 11   | Tarjeta Naranja             | Financiero                            | \$ 8.663.256.000          | \$ 12.653.443.000         | 46,1%        |
| 12   | Aluar                       | Siderurgia                            | \$ 3.394.865.615          | \$ 4.910.668.258          | 44,6%        |
| 13   | Holcim (Juan Minetti)       | Construcción y Productos relacionados | \$ 3.665.141.504          | \$ 5.168.576.077          | 41,0%        |
| 14   | Los Grobo Agropecuaria S.A. | Agropecuario                          | \$ 1.636.002.000          | \$ 2.258.540.000          | 38,1%        |
| 15   | Aeropuertos Argent.         | Transporte                            | \$ 8.778.398.153          | \$ 12.010.702.844         | 36,8%        |
| 16   | Mirgor                      | Automotriz                            | \$ 1.162.113.000          | \$ 1.588.205.000          | 36,7%        |
| 17   | Siderar (Ternium)           | Siderurgia                            | \$ 20.200.061.000         | \$ 27.378.943.000         | 35,5%        |
| 18   | Banco Superviella           | Financiero                            | \$ 8.712.164.000          | \$ 11.728.403.000         | 34,6%        |
| 19   | Telecom Arg.                | Telecomunicaciones                    | \$ 12.248.000.000         | \$ 16.359.000.000         | 33,6%        |
| 20   | Edesur                      | Energía, Gas y Agua                   | \$ 10.698.590.000         | \$ 14.282.951.000         | 33,5%        |
| 21   | Solvay Indupa               | Química                               | \$ 2.603.015.000          | \$ 3.384.385.000          | 30,0%        |
| 22   | Mastellone Hermanos         | Alimentos y Bebidas                   | \$ 11.552.189.000         | \$ 14.910.393.000         | 29,1%        |
| 23   | Tenaris                     | Siderurgia                            | \$ 49.750.652.194         | \$ 64.070.574.860         | 28,8%        |
| 24   | Irsa                        | Inmobiliaria                          | \$ 936.328.000            | \$ 1.189.855.000          | 27,1%        |
| 25   | Grupo Clarín                | Telecomunicaciones                    | \$ 7.917.444.360          | \$ 10.041.080.306         | 26,8%        |
| 26   | Arcor                       | Alimentos y Bebidas                   | \$ 27.989.445.573         | \$ 35.494.908.115         | 26,8%        |
| <b>Ventas totales - Cúpula 53 empresas</b> |                             |                                       | <b>\$ 666.489.663.385</b> | <b>\$ 842.774.462.383</b> | <b>26,4%</b> |

Fuente: Elaboración propia en base a los balances contables de las empresas seleccionadas. Período de nueve meses entre septiembre de 2016 y septiembre de 2017.

En el Cuadro N°23 se encuentran las 23 firmas que obtuvieron costos menores al total (22,3%). Como se observa, a la hora de poner en marcha estrategias de reducción de costos, la eficiencia de las firmas de la cúpula ya no es tan buena como a la hora de expandir precios por encima del promedio. El rasgo que encontramos, entonces, es que a pesar de la concentración económica, las empresas tienen un notable compromiso con la “comodidad empresaria”. Prefieren aumentar precios, antes que llevar adelante estrategias de reducción de costos. Sin embargo, a no confundirse, reducen costos igual, aunque no con el mismo compromiso con que aumentan precios. Desde este eje es notable como algunas empresas lograron, incluso, reducir sus costos interanualmente. Se trata de 6 firmas, de las cuales 4 son los bancos. Es decir, además del imperante fenómeno de la financiarización de la economía y de la lógica de la valorización financiera (especulación de activos, diferencial de tasas), que recrudeció al calor de las políticas económicas del nuevo gobierno, la estrategia de lograr mayores beneficios, por parte de los bancos, ha sido la reducción de los costos de explotación, a una magnitud por encima del resto de la economía.

**Cuadro N°23: Costos. Empresas que se encuentran por debajo de la variación total. Datos absolutos de 2016, 2017 y variación interanual**

| Empresa                                    | Sector                     | Costos                                |                           |                           |              |
|--|----------------------------|---------------------------------------|---------------------------|---------------------------|--------------|
|  |                            | Nueve meses 2016                      | Nueve meses 2017          | Var. a/a                  |              |
| 1  | Ind. Metal. Pescarmona     | Metalmecánica                         | \$ 619.289.000            | \$ 494.453.000            | -20,2%       |
| 2  | HSBC Bank Argentina        | Financiero                            | \$ 6.123.113.000          | \$ 5.132.440.000          | -16,2%       |
| 3  | Bco Patagonia              | Financiero                            | \$ 5.726.360.000          | \$ 5.055.698.000          | -11,7%       |
| 4  | Petrolera del Cono Sur     | Petróleo y derivados                  | \$ 417.851.646            | \$ 377.504.994            | -9,7%        |
| 5  | Bco ICBC                   | Financiero                            | \$ 5.009.395.000          | \$ 4.838.754.000          | -3,4%        |
| 6  | Banco Comafi               | Financiero                            | \$ 1.911.766.000          | \$ 1.850.215.000          | -3,2%        |
| 7  | Bco Galicia                | Financiero                            | \$ 18.003.220.000         | \$ 18.059.124.000         | 0,3%         |
| 8  | Banco ITaú Argentina       | Financiero                            | \$ 1.968.913.000          | \$ 2.006.746.000          | 1,9%         |
| 9  | Esso                       | Petróleo y derivados                  | \$ 26.800.000.000         | \$ 28.142.000.000         | 5,0%         |
| 10   | New San                    | Fabricación de Electrodomésticos      | \$ 5.147.591.677          | \$ 5.451.986.185          | 5,9%         |
| 11   | Bco Santander Río          | Financiero                            | \$ 16.129.523.000         | \$ 17.255.958.000         | 7,0%         |
| 12   | Bco Macro                  | Financiero                            | \$ 11.109.899.000         | \$ 11.903.545.000         | 7,1%         |
| 13   | Pan Amer. Energy LLC       | Petróleo y derivados                  | \$ 20.107.000.000         | \$ 21.918.000.000         | 9,0%         |
| 14   | Bco Hipotecario            | Financiero                            | \$ 5.158.471.000          | \$ 5.752.064.000          | 11,5%        |
| 15   | Cresud                     | Agropecuario                          | \$ 13.233.000.000         | \$ 14.912.000.000         | 12,7%        |
| 16   | Petroq. Comodoro Rivadavia | Construcción y Productos relacionados | \$ 1.982.287.000          | \$ 2.267.702.000          | 14,4%        |
| 17   | Bco Francés                | Financiero                            | \$ 11.088.901.000         | \$ 12.748.667.000         | 15,0%        |
| 18   | Quickfood                  | Alimentos y Bebidas                   | \$ 3.233.882.000          | \$ 3.735.683.000          | 15,5%        |
| 19   | Banco Supervielle          | Financiero                            | \$ 4.062.476.000          | \$ 4.765.721.000          | 17,3%        |
| 20   | YPF                        | Petróleo y derivados                  | \$ 119.001.000.000        | \$ 139.827.000.000        | 17,5%        |
| 21   | Imp. Y Exp. Patagonia      | Comercio                              | \$ 4.815.375.000          | \$ 5.725.440.000          | 18,9%        |
| 22   | Celulosa                   | Industria Papelera                    | \$ 1.609.568.000          | \$ 1.914.140.000          | 18,9%        |
| 23   | Irsa                       | Inmobiliaria                          | \$ 367.534.000            | \$ 446.207.000            | 21,4%        |
| <b>Costos totales - Cúpula 53 empresas</b> |                            |                                       | <b>\$ 453.483.291.851</b> | <b>\$ 554.664.572.166</b> | <b>22,3%</b> |

Fuente: Elaboración propia en base a los balances contables de las empresas seleccionadas. Período de nueve meses entre septiembre de 2016 y septiembre de 2017.

Vemos en el Cuadro N°24 a las 23 firmas que se ubican por encima del valor total del resultado bruto (35,4%). De estas, 11 tienen una “performance descollante” puesto que más que duplican el resultado del panel de empresas (superan el 76%). De estas 10, 5 son nuevamente las empresas de servicios públicos privatizadas de distribución de energía y gas, siendo una de ellas Edesur, la que lidera la expansión de este rubro (creció un 2273%).

También destaca la firma Consultatio de Eduardo Constantini, empresa que funciona como Sociedad de emprendimientos inmobiliarios (en términos de desarrollo, comercialización y administración) de gran escala en el mercado de alto poder adquisitivo para proyectos de viviendas residenciales y edificios de oficinas.

**Cuadro N°24: Resultado Bruto. Empresas que se encuentran por encima de la variación total. Datos absolutos de 2016, 2017 y variación interanual**

| Empresa   | Sector                      | Resultado Bruto                       |                           |                           |              |
|---|-----------------------------|---------------------------------------|---------------------------|---------------------------|--------------|
|   |                             | Nueve meses 2016                      | Nueve meses 2017          | Var. a/a                  |              |
| 1   | Edenor                      | Energía, Gas y Agua                   | \$ -223.870.000           | \$ 4.865.374.000          | 2273,3%      |
| 2   | Consultatio                 | Inmobiliaria                          | \$ 12.432.000             | \$ 264.460.000            | 2027,3%      |
| 3   | Camuzzi Gas Pampeana        | Energía, Gas y Agua                   | \$ 192.286.885            | \$ 1.474.307.205          | 666,7%       |
| 4   | Pampa Energía               | Energía, Gas y Agua                   | \$ 2.790.000.000          | \$ 14.204.000.000         | 409,1%       |
| 5   | Mirgor                      | Automotriz                            | \$ 40.625.000             | \$ 136.185.000            | 235,2%       |
| 6   | MetroGas                    | Energía, Gas y Agua                   | \$ 776.085.000            | \$ 2.445.484.000          | 215,1%       |
| 7   | Los Grobo Agropecuaria S.A. | Agropecuario                          | \$ 103.990.000            | \$ 224.313.000            | 115,7%       |
| 8   | Transp. Gas del Sur         | Energía, Gas y Agua                   | \$ 1.854.765.000          | \$ 3.800.264.000          | 104,9%       |
| 9   | Tarjeta Naranja             | Financiero                            | \$ 3.407.038.000          | \$ 6.092.931.000          | 78,8%        |
| 10  | Solvay Indupa               | Química                               | \$ 289.948.000            | \$ 513.135.000            | 77,0%        |
| 11  | Benito Roggio e Hijos       | Construcción y Productos relacionados | \$ 410.800.355            | \$ 722.912.206            | 76,0%        |
| 12  | Central Puerto              | Energía, Gas y Agua                   | \$ 1.617.164.000          | \$ 2.735.123.000          | 69,1%        |
| 13  | Holcim (Juan Minetti)       | Construcción y Productos relacionados | \$ 1.483.795.549          | \$ 2.444.245.553          | 64,7%        |
| 14  | Agrometal                   | Metalmecánica                         | \$ 102.238.041            | \$ 167.080.419            | 63,4%        |
| 15  | Banco Supervielle           | Financiero                            | \$ 4.649.688.000          | \$ 6.962.682.000          | 49,7%        |
| 16  | Tenaris                     | Siderurgia                            | \$ 12.862.117.823         | \$ 18.905.781.970         | 47,0%        |
| 17  | Bco Santander Río           | Financiero                            | \$ 14.877.316.000         | \$ 21.591.934.000         | 45,1%        |
| 18  | Aluar                       | Siderurgia                            | \$ 977.905.285            | \$ 1.393.048.440          | 42,5%        |
| 19  | Bco Galicia                 | Financiero                            | \$ 20.271.378.000         | \$ 28.513.307.000         | 40,7%        |
| 20  | Caputo                      | Construcción y Productos relacionados | \$ 159.803.000            | \$ 222.124.000            | 39,0%        |
| 21  | Telecom Arg.                | Telecomunicaciones                    | \$ 1.836.000.000          | \$ 2.535.000.000          | 38,1%        |
| 22  | Bco Hipotecario             | Financiero                            | \$ 3.217.263.000          | \$ 4.416.232.000          | 37,3%        |
| 23  | Bco Macro                   | Financiero                            | \$ 14.321.040.000         | \$ 19.422.040.000         | 35,6%        |
| <b>Resultado Bruto Total - Cúpula 53 empresas</b> |                             |                                       | <b>\$ 212.946.371.534</b> | <b>\$ 288.236.890.218</b> | <b>35,4%</b> |

Fuente: Elaboración propia en base a los balances contables de las empresas seleccionadas. Período de nueve meses entre septiembre de 2016 y septiembre de 2017.

En lo relativo al resultado antes del impuesto a las ganancias, vimos que obtuvo un crecimiento del 90%, del cual sólo 16 de 53 empresas superan esta performance (Cuadro N°25). Indudablemente el rol de las empresas energéticas es central en este modelo económico, dado que las primeras posiciones le competen a Metrogas con una recuperación y crecimiento del orden del 1500%, Camuzzi y Pampa Energía (500% y 300% respectivamente). Las dos primeras empresas citadas se vieron fuertemente favorecidas por la reestructuración de las tarifas de luz y gas. Otra empresa energética ganadora en este periodo es Transportadora Gas del Sur.

Los dos gigantes de la construcción también han expandido sus resultados, nos referimos a Benito Roggio y Holcim (ex Juan Minetti).

Por su parte, el gigantesco oligopolio transnacional siderúrgico Tenaris también registró un crecimiento significó una evolución.

**Cuadro N°25: Resultado antes del Impuesto a las Ganancias. Empresas que se encuentran por encima de la variación total. Datos absolutos de 2016, 2017 y variación interanual**

| Empresa  | Sector                  | Resultado antes del Impuesto a las Ganancias |                          |                           |              |
|--|-------------------------|--|--------------------------|---------------------------|--------------|
|  |                         | Nueve meses 2016                             | Nueve meses 2017         | Var. a/a                  |              |
| 1  | MetroGas                | Energía, Gas y Agua                          | \$ -925.207.000          | \$ 13.109.406.000         | 1516,9%      |
| 2  | Camuzzi Gas Pampeana    | Energía, Gas y Agua                          | \$ -293.986.201          | \$ 1.389.218.257          | 572,5%       |
| 3  | Pampa Energía           | Energía, Gas y Agua                          | \$ -2.012.000.000        | \$ 4.716.000.000          | 334,4%       |
| 4  | Benito Roggio           | Construcción                                 | \$ 148.370.678           | \$ 610.462.182            | 311,4%       |
| 5  | Transp. Gas del Sur     | Energía, Gas y Agua                          | \$ 717.940.000           | \$ 2.778.805.000          | 287,1%       |
| 6  | Holcim                  | Construcción                                 | \$ 299.930.376           | \$ 1.096.056.705          | 265,4%       |
| 7  | Solvay Indupa           | Química                                      | \$ -330.780.000          | \$ 541.717.000            | 263,8%       |
| 8  | YPF                     | Petróleo y derivados                         | \$ -8.971.000.000        | \$ 13.945.000.000         | 255,4%       |
| 9  | Tenaris                 | Siderurgia                                   | \$ 1.447.410.527         | \$ 4.486.607.757          | 210,0%       |
| 10   | Bco Hipotecario         | Financiero                                   | \$ 478.973.000           | \$ 1.111.198.000          | 132,0%       |
| 11   | Edenor                  | Energía, Gas y Agua                          | \$ -2.913.621.000        | \$ 920.643.000            | 131,6%       |
| 12   | Irsa                    | Inmobiliaria                                 | \$ 1.162.546.000         | \$ 2.687.071.000          | 131,1%       |
| 13   | Arauco (ex Alto Paraná) | Industria Papelera                           | \$ 1.165.072.000         | \$ -310.094.000           | 126,6%       |
| 14   | Telecom Arg.            | Telecomunicaciones                           | \$ 2.706.000.000         | \$ 6.071.000.000          | 124,4%       |
| 15   | Agrometal               | Metalmecánica                                | \$ 41.990.899            | \$ 90.092.189             | 114,6%       |
| 16   | Banco Supervielle       | Financiero                                   | \$ 754.918.000           | \$ 1.473.714.000          | 95,2%        |
| <b>Resultado antes del impuesto a las ganancias - Total - Cúpula 53 empresas</b> |                         |  | <b>\$ 68.783.327.813</b> | <b>\$ 130.880.887.368</b> | <b>90,3%</b> |

Fuente: Elaboración propia en base a los balances contables de las empresas seleccionadas. Período de nueve meses entre septiembre de 2016 y septiembre de 2017.

Complementando el análisis, 12 de 53 firmas tienen un crecimiento del resultado antes del impuesto a las ganancias que superan el resultado bruto (lo que es un indicador del poder de ampliar rentabilidades de estas empresas, por fuera de su sector de actividad, es decir más allá del mercado).

Por último el resultado final de las empresas, es decir la ganancia neta del período, registró un crecimiento 100% (Cuadro N°26). Resulta impactante el crecimiento de la energética MetroGas dado que supera en 11 veces la variación interanual del conjunto de las 53 empresas de la cúpula. Le siguen Camuzzi y Endesa Costanera (también del segmento energético) con expansiones por encima del 500% y 400%, respectivamente.

En términos de crecimiento absoluto, las destacadas del 2017 son: la petrolera YPF; la energética MetroGas, Telecom en telecomunicaciones; el gigante inmobiliario IRSA; nuevamente la energética Transportadora Gas del Sur; los bancos Hipotecario y Supervielle y la transnacional siderúrgica Tenaris.

Ampliando el universo de análisis, 28 firmas superan el 45% (es decir por encima del resultado bruto, afianzando aun más la concentración y el poder de mercado de las firmas).

**Cuadro N°26: Resultado Neto. Empresas que se encuentran por encima de la variación total. Datos absolutos de 2016, 2017 y variación interanual**

|  | Empresa              | Sector               | Resultado Neto           |                          |               |
|--|----------------------|----------------------|--------------------------|--------------------------|---------------|
|  |                      |                      | Nueve meses 2016         | Nueve meses 2017         | Var. a/a      |
| 1  | MetroGas             | Energía, Gas y Agua  | \$ -881.958.000          | \$ 9.244.677.000         | 1148,2%       |
| 2  | Camuzzi Gas Pampeana | Energía, Gas y Agua  | \$ -191.148.984          | \$ 902.526.344           | 572,2%        |
| 3  | Endesa Costanera     | Energía, Gas y Agua  | \$ -4.265.738            | \$ -24.659.949           | 478,1%        |
| 4  | Holcim               | Construcción         | \$ 183.129.643           | \$ 726.612.054           | 296,8%        |
| 5  | Transp. Gas del Sur  | Energía, Gas y Agua  | \$ 468.668.000           | \$ 1.818.555.000         | 288,0%        |
| 6  | YPF                  | Petróleo y derivados | \$ -7.394.000.000        | \$ 11.914.000.000        | 261,1%        |
| 7  | Celulosa             | Industria Papelera   | \$ 199.026.000           | \$ -290.976.000          | 246,2%        |
| 8  | Solvay Indupa        | Química              | \$ -373.003.000          | \$ 529.512.000           | 242,0%        |
| 9  | Tenaris              | Siderurgia           | \$ 1.596.105.265         | \$ 5.409.586.555         | 238,9%        |
| 10   | Mastellone Hermanos  | Alimentos y Bebidas  | \$ 96.194.000            | \$ 303.866.000           | 215,9%        |
| 11   | Benito Roggio        | Construcción         | \$ 188.838.220           | \$ 562.976.745           | 198,1%        |
| 12   | Irsa                 | Inmobiliaria         | \$ 752.090.000           | \$ 1.881.142.000         | 150,1%        |
| 13   | Pescarmona           | Metalmecánica        | \$ -1.117.608.000        | \$ 457.148.000           | 140,9%        |
| 14   | Edenor               | Energía, Gas y Agua  | \$ -1.842.232.000        | \$ 659.950.000           | 135,8%        |
| 15   | Bco Hipotecario      | Financiero           | \$ 478.973.000           | \$ 1.111.198.000         | 132,0%        |
| 16   | Agrometal            | Metalmecánica        | \$ 26.177.026            | \$ 60.597.768            | 131,5%        |
| 17   | Telecom Arg.         | Telecomunicaciones   | \$ 2.471.000.000         | \$ 5.641.000.000         | 128,3%        |
| 18   | Caputo               | Construcción         | \$ 84.115.000            | \$ 180.455.000           | 114,5%        |
| 19   | Banco Superviella    | Financiero           | \$ 531.223.000           | \$ 1.088.388.000         | 104,9%        |
| <b>Total Resultado Neto - Cúpula 53 empresas</b> |                      |                      | <b>\$ 49.692.201.713</b> | <b>\$ 99.810.621.593</b> | <b>100,9%</b> |

Fuente: Elaboración propia en base a los balances contables de las empresas seleccionadas. Período de nueve meses entre septiembre de 2016 y septiembre de 2017.

Las evidencias disponibles hablan por sí solas, de quienes son los beneficiarios del gobierno nacional en los dos años que lleva de gestión.

## Anexo

**Cuadro N°24: Cúpula empresarial. Ventas y Resultado Neto de las 53 empresas que cotizan en Bolsa. Datos absolutos y variación interanual para 2017**

| Empresa                 | Sector                      | Absolutos 2017     |                  | Var. a/a. |               |
|-------------------------|-----------------------------|--------------------|------------------|-----------|---------------|
|                         |                             | Ventas             | Ganancia neta    | Ventas    | Ganancia neta |
| YPF                     | Petróleo y derivados        | \$ 166.667.000.000 | \$ 330.000.000   | 18,0%     | 101,1%        |
| Tenaris                 | Siderurgia                  | \$ 64.070.574.860  | \$ 6.480.871.544 | 28,8%     | 1134,9%       |
| Pampa Energía           | Energía, Gas y Agua         | \$ 48.158.000.000  | \$ 3.970.000.000 | 163,4%    | 318,5%        |
| Bco Galicia             | Financiero                  | \$ 46.572.431.000  | \$ 5.161.451.000 | 21,7%     | 45,7%         |
| Bco Santander Río       | Financiero                  | \$ 38.847.892.000  | \$ 4.021.940.000 | 25,3%     | 14,0%         |
| Arcor                   | Alimentos y Bebidas         | \$ 35.494.908.115  | \$ 1.084.499.973 | 26,8%     | 12,5%         |
| Esso                    | Petróleo y derivados        | \$ 34.463.000.000  | \$ 671.000.000   | 7,9%      | -2,2%         |
| Bco Macro               | Financiero                  | \$ 31.325.585.000  | \$ 6.377.122.000 | 23,2%     | 31,6%         |
| Pan Amer. Energy LLC    | Petróleo y derivados        | \$ 29.677.000.000  | \$ 1.638.000.000 | 3,0%      | -44,2%        |
| Siderar (Ternium)       | Siderurgia                  | \$ 27.378.943.000  | \$ 4.721.703.000 | 35,5%     | 71,1%         |
| Bco Francés             | Financiero                  | \$ 26.535.979.000  | \$ 2.457.355.000 | 13,6%     | -19,7%        |
| Cresud                  | Agropecuario                | \$ 21.676.000.000  | \$ 15.000.000    | 15,0%     | -97,6%        |
| Edenor                  | Energía, Gas y Agua         | \$ 17.576.384.000  | \$ 659.950.000   | 92,8%     | 135,8%        |
| Telecom Arg.            | Telecomunicaciones          | \$ 16.359.000.000  | \$ 5.641.000.000 | 33,6%     | 128,3%        |
| Mastellone Hermanos     | Alimentos y Bebidas         | \$ 14.910.393.000  | \$ 278.019.000   | 29,1%     | 495,9%        |
| Bco ICBC                | Financiero                  | \$ 14.528.675.000  | \$ 1.749.132.000 | 8,3%      | -17,5%        |
| HSBC Bank Argentina     | Financiero                  | \$ 14.347.467.000  | \$ 956.876.000   | -1,2%     | -47,8%        |
| Edesur                  | Energía, Gas y Agua         | \$ 14.282.951.000  | \$ -882.651.000  | 33,5%     | -432,7%       |
| Bco Patagonia           | Financiero                  | \$ 13.711.696.000  | \$ 2.523.532.000 | 4,8%      | 4,4%          |
| Tarjeta Naranja         | Financiero                  | \$ 12.653.443.000  | \$ 1.726.359.000 | 46,1%     | 78,5%         |
| Aeropuertos Argent.     | Transporte                  | \$ 12.010.702.844  | \$ 1.959.681.774 | 36,8%     | 32,4%         |
| Banco Superviella       | Financiero                  | \$ 11.728.403.000  | \$ 1.088.388.000 | 34,6%     | 104,9%        |
| Bco Hipotecario         | Financiero                  | \$ 10.168.296.000  | \$ 1.111.198.000 | 21,4%     | 132,0%        |
| Grupo Clarín            | Telecomunicaciones          | \$ 10.041.080.306  | \$ 291.182.310   | 26,8%     | 52,6%         |
| Molinos Río de la Plata | Alimentos y Bebidas         | \$ 8.867.633.000   | \$ -9.065.000    | 15,9%     | -101,5%       |
| Imp. Y Exp. Patagonia   | Comercio                    | \$ 8.337.185.000   | \$ -19.118.000   | 18,0%     | -123,5%       |
| Transp. Gas del Sur     | Energía, Gas y Agua         | \$ 8.054.972.000   | \$ 1.818.555.000 | 66,5%     | 288,0%        |
| New San                 | Fabricación de Electrodomés | \$ 6.816.449.590   | \$ 539.459.580   | -6,9%     | -67,2%        |

|                             |                                       |           |                        |           |                       |                     |
|-----------------------------|---------------------------------------|-----------|------------------------|-----------|-----------------------|---------------------|
|                             | ticos                                 |           |                        |           |                       |                     |
| MetroGas                    | Energía, Gas y Agua                   | \$        | 6.787.505.000          | \$        | 1.031.071.000         | 82,3% 216,9%        |
| Banco ITaú Argentina        | Financiero                            | \$        | 5.771.693.000          | \$        | 600.108.000           | 10,8% 1,4%          |
| Central Puerto              | Energía, Gas y Agua                   | \$        | 5.718.278.000          | \$        | 2.085.652.000         | 46,5% 48,6%         |
| Holcim (Juan Minetti)       | Construcción y Productos relacionados | \$        | 5.168.576.077          | \$        | 726.612.054           | 41,0% 296,8%        |
| Camuzzi Gas Pampeana        | Energía, Gas y Agua                   | \$        | 5.087.203.251          | \$        | 902.526.344           | 153,5% 572,2%       |
| Carsa                       | Comercio                              | \$        | 4.954.697.534          | \$        | 12.338.089            | 18,5% -72,8%        |
| Aluar                       | Siderurgia                            | \$        | 4.910.668.258          | \$        | 795.782.554           | 44,6% 75,3%         |
| Ledesma                     | Alimentos y Bebidas                   | \$        | 4.620.073.000          | \$        | -32.850.000           | 21,5% 59,3%         |
| Banco Comafi                | Financiero                            | \$        | 4.481.182.000          | \$        | 363.165.000           | 14,3% 13,6%         |
| Quickfood                   | Alimentos y Bebidas                   | \$        | 4.276.111.000          | \$        | -266.155.000          | 15,8% 19,5%         |
| Solvay Indupa               | Química                               | \$        | 3.384.385.000          | \$        | 529.512.000           | 30,0% 242,0%        |
| Benito Roggio e Hijos       | Construcción y Productos relacionados | \$        | 3.275.412.692          | \$        | 191.323.551           | 112,9% 78,7%        |
| Petroq. Comodoro Rivadavia  | Construcción y Productos relacionados | \$        | 2.982.258.000          | \$        | 286.597.000           | -2,3% -48,3%        |
| Los Grobo Agropecuaria S.A. | Agropecuario                          | \$        | 2.258.540.000          | \$        | -184.367.000          | 38,1% 4,8%          |
| Celulosa                    | Industria Papelera                    | \$        | 2.254.872.000          | \$        | -468.447.000          | 7,4% 22,8%          |
| Arauco (ex Alto Paraná)     | Industria Papelera                    | \$        | 1.808.644.000          | \$        | -9.404.000            | 16,2% -115,2%       |
| Endesa Costanera            | Energía, Gas y Agua                   | \$        | 1.749.293.543          | \$        | -24.659.949           | 23,1% -2809,9%      |
| Autopistas del Sol          | Transporte                            | \$        | 1.680.300.047          | \$        | 249.989.550           | 24,1% 23,7%         |
| Caputo                      | Construcción y Productos relacionados | \$        | 1.624.198.000          | \$        | 180.455.000           | 51,0% 114,5%        |
| Mirgor                      | Automotriz                            | \$        | 1.588.205.000          | \$        | 636.613.000           | 36,7% 81,0%         |
| Irsa                        | Inmobiliaria                          | \$        | 1.189.855.000          | \$        | 1.881.142.000         | 27,1% 150,1%        |
| Consultatio                 | Inmobiliaria                          | \$        | 670.994.000            | \$        | 1.438.128.000         | 403,9% 62,8%        |
| Agrometal                   | Metalmecánica                         | \$        | 583.076.022            | \$        | 60.597.768            | 56,0% 131,5%        |
| Petrolera del Cono Sur      | Petróleo y derivados                  | \$        | 440.690.244            | \$        | -97.643.688           | -9,6% 2,6%          |
| Ind. Metal. Pescarmona      | Metalmecánica                         | \$        | 245.708.000            | \$        | 457.148.000           | -48,8% 140,9%       |
| <b>Total Cúpula - 53</b>    |                                       | <b>\$</b> | <b>842.774.462.383</b> | <b>\$</b> | <b>67.706.675.454</b> | <b>26,4% 845,7%</b> |

Fuente: Elaboración propia en base a los balances contables de las empresas seleccionadas. Período de nueve meses entre septiembre de 2016 y septiembre de 2017.